

新三板基金周报（20190217）

—科技创新型优质企业的春天已到

A、东源嘉盈对新三板投资的思考：

- 一、新三板的定位决定在新三板的投资为类 PE 投资
 - 二、新三板类 PE 投资决定了投资的相对长周期和战略性配置特征
 - 三、科创板的推出将给新三板中一些优质创新型企业带来直接转板的机会
 - 四、新三板是个尚待完善发展的市场，制度的缺陷致创新层做市类一些个股估值偏低
- 以 2018 年中报盈利计算的市盈率估值看，新三板一些标的具长期投资价值。

表：2019 年 2 月 15 日静态市盈率比较（2018 年 TTM 实现净利润超过 500 万元，A 股剔除银行、两桶油）

项目	全部 A 股 (3145 家)	创业板 (666 家)	中 小 板 (814 家)	上证 A 股 (1274 家)	深 证 A 股 (391 家)	新 三 板 (3134 家)	新三板创新层 (做市转让 299 家)
市盈率	17.34	30.89	23.01	15.88	13.82	18.22	17.77

五、专注于选择创新层做市类新兴行业的优质企业

- 1、创新层代表了新三板中比较优质的企业群体
- 2、做市体现了做市商对企业的认可度
- 3、新兴行业更具成长性
- 4、优质企业的考量

从行业属性、市场空间、产品创新性、核心竞争能力、团队建设、研发投入、财务状况、股权结构等多维度评判。

六、投资新三板优质企业的盈利机会

- 1、企业成长带来的机会
- 2、企业被并购的机会
- 3、企业 IPO 的机会（科创板的推出将增加优质公司上市的选择机会）
- 4、新三板制度不断完善带来的企业价值重估机会（比如精选层的推出伴随投资者门槛降低及连续竞价交易制度的实施、公募基金及社保基金等机构资金准入、私募参与做市等等）

七、科创板征求意见稿已推出，伴随科创板即将正式实施，2019 年上半年是长期资金配置新三板中优质企业的良好时机

B、周报情况

1、新三板市场数据

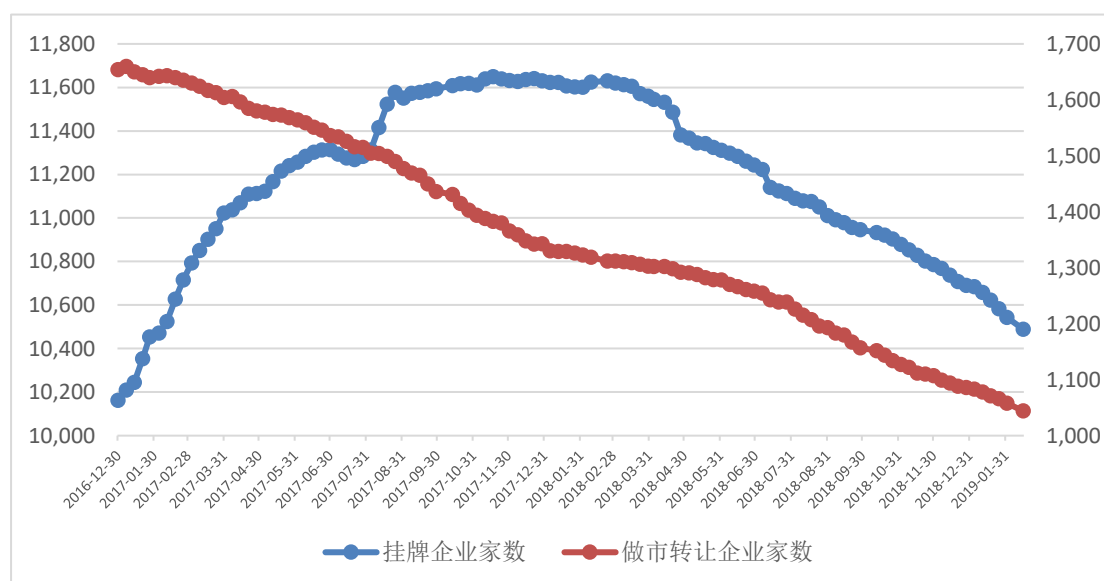
●市场规模数据

截至 2019 年 2 月 15 日，新三板挂牌企业总数为 10489 家，其中集合竞价交易的有 9445 家，做市转让 1044 家。本周为实施新的交易、分层等改革办法的第五十四周，新三板挂牌企业总数又净减少 54 家，挂牌企业数量已连续四十九周净减少，新三板继续提质增效之旅；做市转让家数本周 1 净减少 14 家，经历前期做市商大批量退出做市后，目前做市转让家数减少趋缓的势头暂被打破，做市转让减少又有加速迹象。股转系统已公布对新三板市场股票定向发行制度、并购重组制度、做市商制度等存量制度进行优化改革的方案，但对新三板市场稳定及做市转让优化所起作用尚未显现。科创板已进入征求意见阶段，预计今年上半年科创板正式实施，新三板中科技创新型优质科创企业的春天已到！新三板将面临分化，优质企业增加了新的上市机会，这类企业流出的速度将明显加快，对留在新三板的大多数平庸企业而言，估值仍将面临大的压力。1 月 14 日起，新三板新增五种指数正式启用，增量制度改革迈出一大步，精细化分层及相应制度改革值得期待。

当周新增挂牌公司概况

项目	按转让方式		按市场分层		合计
	做市转让	集合竞价	基础层	创新层	
挂牌公司家数	1044	9445	9581	908	10489
当周新增家数	-14	-40	-52	-2	-54
总股本（亿股）	1091.45	5126.9	5064.68	1153.68	6218.36
流通股本（亿股）	712.65	2836.3	2767.35	781.61	3548.96

2017 年以来每周挂牌企业家数和做市转让企业家数变化图



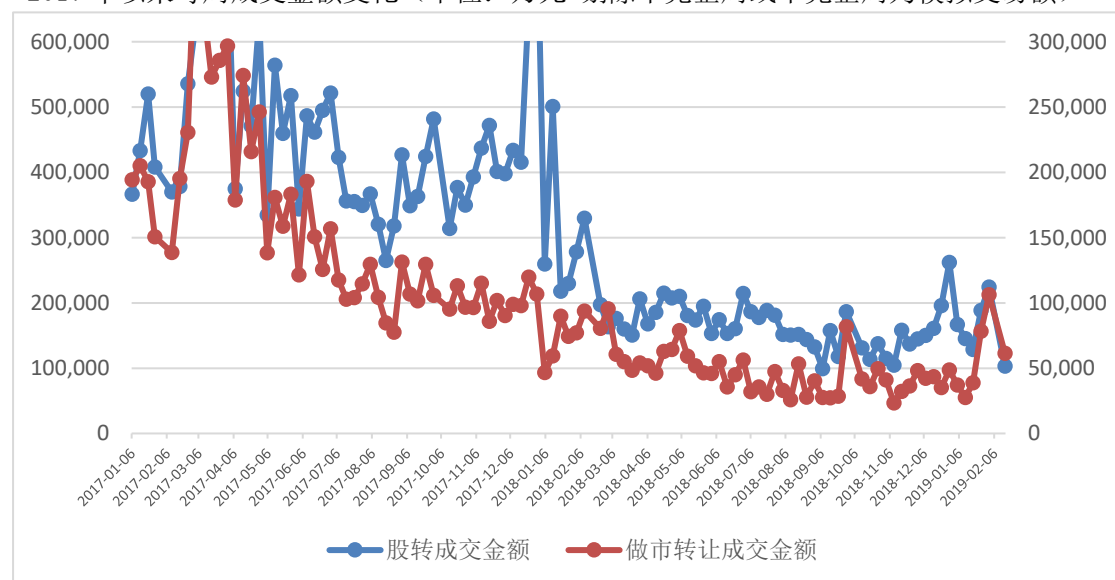
● 市场交易数据

2月11日至2月15日间，市场总成交数量环比大幅减少48.39%；总成交金额环比大幅减少53.91%。从交易方式看，集合竞价成交数量和成交金额分别环比大幅减少59.32%和减少64.52%，做市转让成交数量和成交金额分别环比减少33.76%和减少42.12%。交易方式成交的分化开始显现。周市场总成交额折转回落至冰点水平，做市转让交易周成交额在连续三周大幅上升后也折转回落但保持在近一年来的相对高位，做市转让交易相对活跃的特征明显，这得益于科创板进入正式实施的征求意见阶段，致一些优质做市企业的成交明显活跃起来。本周做市类交易额成交前20名占比创新高达48.31%，显示交易有朝交易活跃头部企业集中的趋势。

当周市场交易概览（累计数按新政实施后数据统计）

项目	当周	比上一交易周增加%	本年累计
成交数量（万股）	28587.02	-48.39%	267280.27
其中：做市转让	15691.8	-33.76%	93713.42
集合竞价	12895.22	-59.32%	173566.85
成交金额（万元）	103378.55	-53.91%	890793.1
其中：做市转让	61496.79	-42.12%	334938.77
集合竞价	41881.76	-64.52%	555854.33

2017年以来每周成交金额变化（单位：万元 剔除不完整周或不完整周为模拟交易额）



当周做市类交易额成交前20名

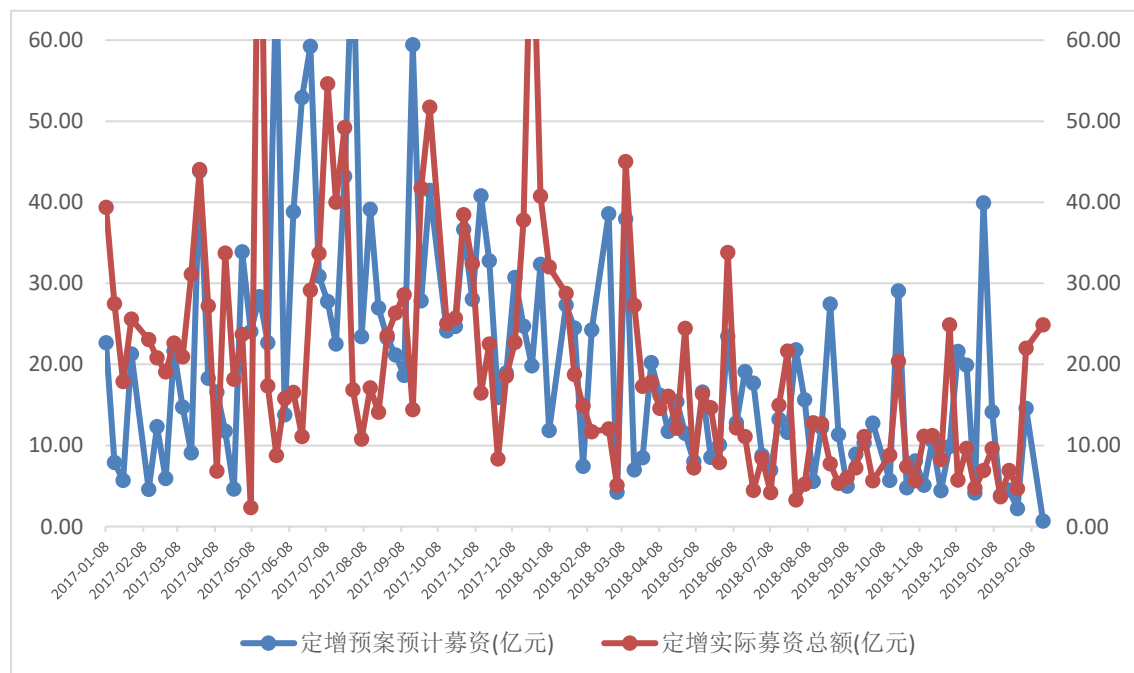
证券代码	证券名称	成交额(万元)	成交量(万股)	成交均价	涨跌幅(%)	做市券商家数	占做市交易额比重
832399.OC	宁波公运	6,151.15	753.07	8.17	4.99	5	10.00%
830809.OC	安达科技	3,891.82	1,810.60	2.15	-15.16	4	6.33%
830881.OC	圣泉集团	3,444.39	348.69	9.88	7.53	30	5.60%

831550.OC	成大生物	2,999.89	190.10	15.78	5.16	44	4.88%
830899.OC	联讯证券	2,814.89	2,144.90	1.31	4.80	46	4.58%
830777.OC	金达莱	1,521.16	97.70	15.57	11.21	11	2.47%
835092.OC	钢银电商	1,422.36	330.00	4.31	0.23	3	2.31%
833330.OC	君实生物	1,236.36	64.00	19.32	1.42	4	2.01%
430208.OC	优炫软件	1,030.12	73.25	14.06	1.45	12	1.68%
430609.OC	中磁视讯	1,004.12	146.40	6.86	18.69	11	1.63%
834534.OC	曼恒数字	714.96	37.90	18.86	1.75	7	1.16%
834793.OC	华强方特	636.48	55.50	11.47	13.48	44	1.03%
835185.OC	贝特瑞	629.67	68.68	9.17	0.11	13	1.02%
430021.OC	海鑫科金	456.08	149.20	3.06	40.32	5	0.74%
839056.OC	铁德医疗	358.53	167.60	2.14	-10.81	3	0.58%
830978.OC	先临三维	300.40	67.50	4.45	1.36	17	0.49%
832135.OC	云宏信息	299.26	47.30	6.33	5.55	3	0.49%
430074.OC	德鑫物联	283.26	32.50	8.72	11.14	15	0.46%
831628.OC	西部超导	276.81	22.40	12.36	7.96	20	0.45%
834082.OC	中建信息	239.30	17.20	13.91	-0.43	11	0.39%
	合计	29,711.00	6,624.48				48.31%

●市场融资数据

截止 2 月 17 日共有 5 家企业发布了定向增发预案，预计募资 0.66 亿元；实施完成 17 家企业的定向增发，募资总额 24.88 亿元，平均每家募资额约 1.46 亿元，平均单家募资额较上周继续大幅回升，主要是本周壹玖壹玖一家募资达 20 亿元，而上周仅有长城华冠募资达近 6 亿元及首创大气、京冶轴承、至诚复材、通力定造、景尚旅业等募资过亿元。

2017 年以来每周定增预案和实际定增募资情况变化图



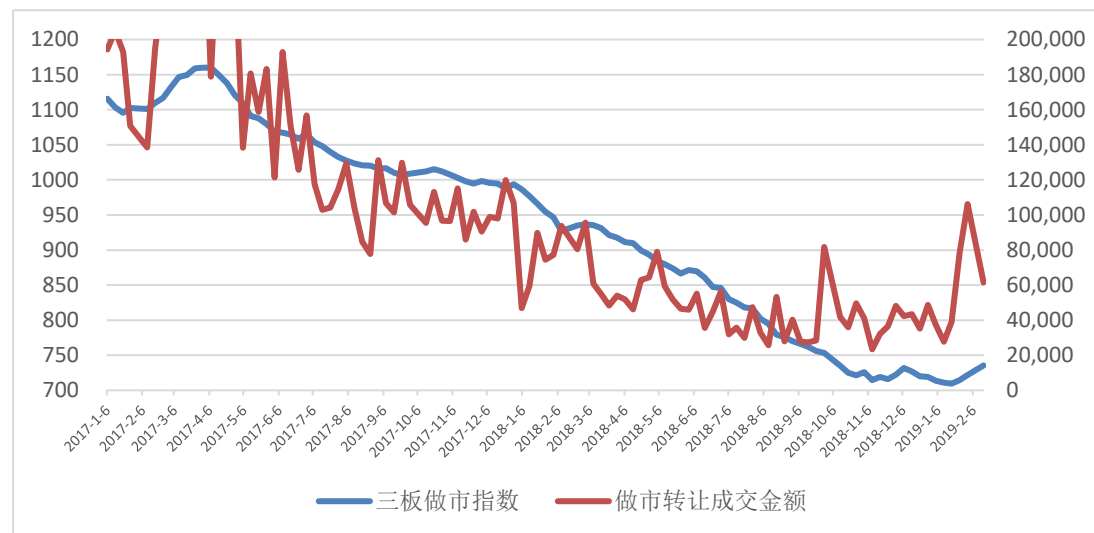
当周定增统计

截止日期	新增预案				实施完成			
	增发次数	增发家数	增发数量(万股)	预计募资(亿元)	增发次数	增发家数	增发数量(万股)	募资总额(亿元)
2019-02-17	5	5	1,067.64	0.66	17	17	17,448.11	24.88
2019-02-03	34	34	28,911.13	14.57	35	35	47,169.01	22.00

2、新三板指数分析

本周为实施新的交易制度的第五十四周，当周三板成指上涨 0.43%，收于 950.56 点；三板做市指数上涨 1.89%，收于 735.42 点，保持三周连续上升。三板指数过往持续低迷的根本原因在于三板流动性困境暂难以解决。股转系统存量制度改革实施预计逐步对市场活跃将起一定促进作用，但在未解决引入新的投资者队伍这一活水前，新三板流动性困境估计还将持续存在一段时间。2018 年年末股转系统公布了《挂牌公司回购股份实施办法》，股份回购有了明确指引后，预计不少资金面良好的公司将会采取回购（海能仪器等四家公司已披露回购预案），三板指数进一步下跌的动能减弱，市场成交也将更为集中。1 月 14 日起，新三板新增五种指数正式启用，精细化分层及相应制度改革预计将逐步推出，新三板交易低迷格局预计也将逐渐打破。科创板已在征求意见，预计上半年科创板将正式实施，促使新三板中优质企业交易开始明显活跃，做市交易越来越有集中化的趋势出现。

2017 年以来每周三板做市指数与做市转让总成交额走势对比图（剔除不完整周或不完整周为模拟交易额）



当周新三板指数概况

证券代码	证券简称	周收盘价	周涨跌幅%	周成交量（万股）	周成交额（万元）
899001.CSI	三板成指	950.56	0.43	8,709.62	34,066.35
899002.CSI	三板做市	735.42	1.89	7,752.98	29,675.22

盘后协议转让交易虽仍是交易主要力量，但其占比已下降，盘中交易本周更趋活跃。新政实施后第五十四周，盘后协议转让共成交 6.08 亿元，占股转总成交 10.34 亿元达约 58.8%。

当周盘后协议转让成交情况（亿元）

日期	2019/2/11	2019/2/12	2019/2/13	2019/2/14	2019/2/15	合计
盘后协议转让成交	1.04	0.57	0.96	1.00	2.51	6.08
股转成交	1.7	1.27	2.06	2.08	3.23	10.34
盘后协议转让占比	61.18%	44.88%	46.60%	48.08%	77.71%	58.80%

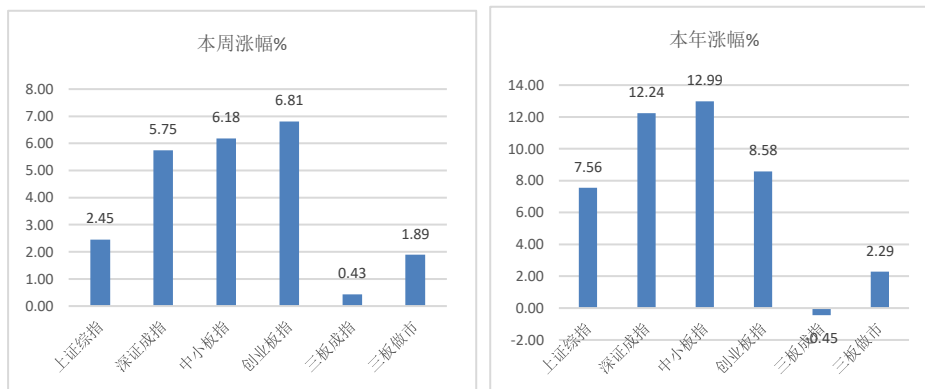
当周创业板指大幅上涨6.81%，三板做市指数上涨1.89%，走势较创业板指数走势相对弱，两者走势敞口大幅扩大。

三板做市指数与创业板指周线对比



当周三板做市指数表现明显弱于 A 股主要指数，本周创业板指、中小板指、深圳成指、上证综指分别上涨 6.81%、6.18%、5.75%、2.45%，延续强劲反弹格局，主要在于社融数据超出预期及中美第六轮贸易谈判取得进展。央行公布 2019 年 1 月份人民币贷款增加 3.23 万亿元，同比多增 3284 亿元，创历史天量；1 月份社会融资规模增量为 4.64 万亿元，比上年同期多 1.56 万亿元，创历史新高。中美第六轮贸易谈判在北京取得阶段性进展，双方对技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等共同关注的议题以及中方关切问题进行了深入交流；双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商；下周双方将在美国继续磋商。本轮 A 股反弹得益于低估值+政策预期+风险好转等因素驱动增量资金入市，未来，上市公司盈利增速的状况将制约 A 股反弹的高度。

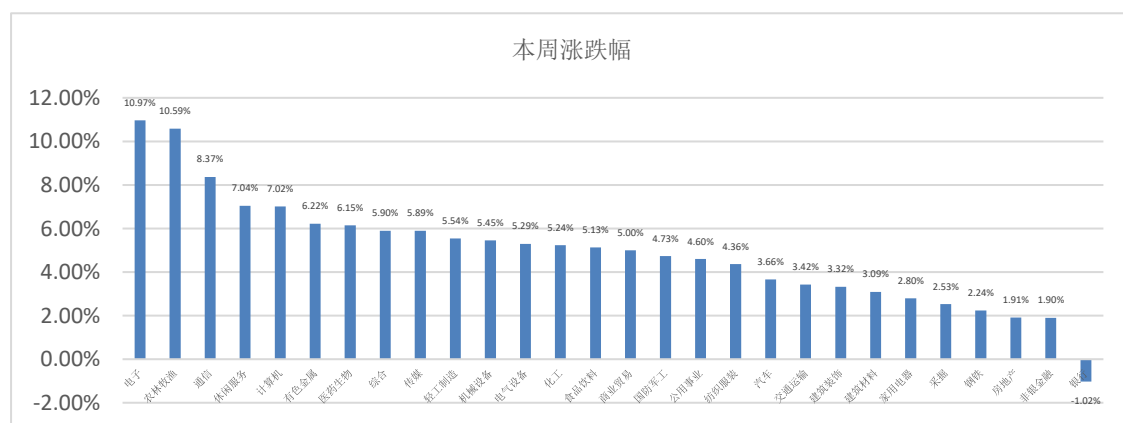
主要指数涨幅图



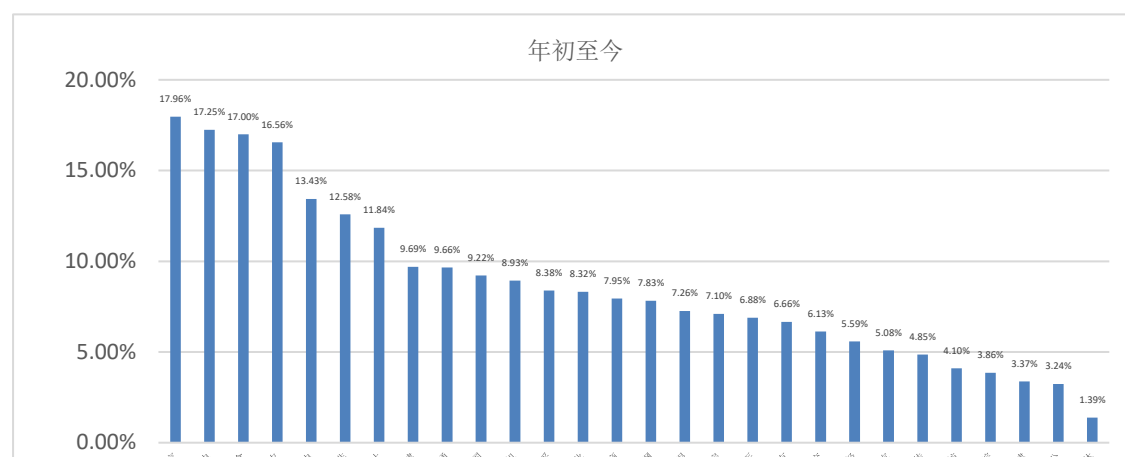
从申万一级行业看，28个一级行业中仅银行板块下跌、其余27个行业上涨。上涨的行业电子、农林牧渔涨幅超10%，通信涨幅超8%，休闲服务、计算机涨幅超7%；有色金属、医药生物涨幅超6%，综合、传媒、轻工制造、机械设备、电气设备、化工、食品饮料、商业贸易涨幅超5%，国防军工、公用事业、纺织服装涨幅超4%，汽车、交通运输、建筑装饰、建筑材料涨幅超3%，家用电器、采掘、钢铁涨幅超2%，房地产、非银金融涨幅超1%。

中美贸易新一轮磋商已达成一定成果，但在3月2日前中美贸易摩擦能否消除仍待新的“习特会”拍板；下调存款准备金率已正式实施，国务院也宣布再推出一批针对小微企业的普惠性减税措施，并出台《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，2019年稳增长的措施正逐渐落地。随着国内各种稳经济措施、更多领域的对外开放、理财新规细则出台去杠杆力度减缓、降低存款准备金比率、财政政策更加积极等政策组合拳以及A股纳入罗素指数、MSCI纳入因子继续提高、《公司法》修改、股票回购规模持续扩大、民营经济的支持力度加大、促进消费措施出台、科创板和注册制试点改革等政策的实施，市场低迷的状态已开始改善，政策底已探明，市场底也渐次明朗起来，虽然在中美贸易摩擦能否得到根本解决前会有反复。

当周申万一级行业涨跌幅表现



2019年以来申万一级行业涨跌幅表现



3、主要政策及事件

(1) 中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》

民营经济是社会主义市场经济的重要组成部分，在稳定增长、促进创新、增加就业、改善民生等方面发挥着不可替代的作用。党中央、国务院始终高度重视金融服务民营企业工作。为切实加强对民营企业的金融服务，出台《关于加强金融服务民营企业的若干意见》。《意见》基本原则：

——**公平公正**。坚持对各类所有制经济一视同仁，消除对民营经济的各种隐性壁垒，不断深化金融改革，完善金融服务体系，按照市场化、法治化原则，推动金融资源配置与民营经济在国民经济中发挥的作用更加匹配，保证各类所有制经济依法公平参与市场竞争。

——**聚焦难点**。坚持问题导向，着力疏通货币政策传导机制，重点解决金融机构对民营企业“不敢贷、不愿贷、不能贷”问题，增强金融机构服务民营企业特别是小微企业的意识和能力，扩大对民营企业的有效金融供给，完善对民营企业的纾困政策措施，支持民营企业持续健康发展，促进实现“六稳”目标。

——**压实责任**。金融管理部门要切实承担监督、指导责任，财政部门要充分发挥财税政策作用并履行好国有金融资本出资人职责，各相关部门要加强政策支持，督促和引导金融机构不断加强和改进对民营企业的金融服务。各省(自治区、直辖市)政府要认真落实属地管理责任，因地制宜采取措施，促进本地区金融服务民营企业水平进一步提升。金融机构要切实履行服务民营企业第一责任人的职责，让民营企业有实实在在的获得感。

——**标本兼治**。在有效缓解当前融资痛点、堵点的同时，精准分析民营企业融资难融资贵背后的制度性、结构性原因，注重优化结构性制度安排，建立健全长效机制，持续提升金融服务民营企业质效。

（2）中美第六轮经贸高级别磋商结束 元首共识引领中美朝着解决经贸问题继续向前

双方认真落实两国元首阿根廷会晤共识，对技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等共同关注的议题以及中方关切问题进行了深入交流。双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商。双方表示，将根据两国元首确定的磋商期限抓紧工作，努力达成一致。

中国国家主席习近平15日在会见美国贸易代表莱特希泽和财政部长姆努钦时指出，对于双方经贸分歧和摩擦问题，我们愿意采取合作的方式加以解决，推动达成双方都能接受的协议。当天在北京结束的第六轮中美经贸高级别磋商又就主要问题达成原则共识，一系列积极信号向世界宣示了双方致力于解决中美经贸争端的决心，也表明在两国元首共识的引领下，中美继续相向而行、平等磋商，朝着解决经贸问题的方向又前进一步。

（3）1月社融数据超预期

2月15日，央行公布的1月份两大金融数据均创下历史新高，令市场重点关注：2019年1月份人民币贷款增加3.23万亿元，同比多增3284亿元，创历史天量。1月份社会融资规模增量为4.64万亿元，比上年同期多1.56万亿元，创历史新高。

不少业内人士表示，1月份的贷款不论从增量还是存量都应该是彻底转向，拐点已现。

（4）上交所召集33家保荐机构座谈科创板，集中五大议题

继2月13日证监会召开相关座谈会之后，2月15日，上交所就设立科创板并试点注册制业务规则召开征求意见座谈会，33家保荐机构参与座谈。

座谈会上，上交所有关人士表示，配套细则已着手制定，如审核标准、守法审核问答、上市保荐书、审核程序指引、受理程序指引等。3月份仍可能有指引陆续发布。

与会的机构逐一就设立科创板并试点注册制业务规则征求意见发表建议，议题主要集中在五大方面，分别为上市审核、发行承销、股票上市规则、交易特别规定以及其他。提前频率较高的议题分别如下：

发行上市审核方面

有关发行上市审核环节，被提及频率较高的议题包括工作底稿、板块定位、上市审核标准、新三板性。

工作底稿方面，大部分与会保荐机构认为不宜提交全部工作底稿。如果实在需要提交，建议后续出台具体的指导目录，可以考虑将提交的工作底稿范围限定在验证招股书，允许在申报一定时间后提交。

同时，与会机构认为，目前征求意见稿对板块定位未有明确清晰的规定，建议由科技创新咨询委员会发布标准。

上市审核标准尤其是讨论重点之一。

是否要适用目前的 IPO51 条？希望将书面确定的上市标准作为实际执行的标准，不要设置默认的较高实务操作标准。

交易所与证监会要明确分工，并希望只有一家实质审核。具体审核标准上，一定要十分明确，且公开透明。

新三板方面，与会保荐机构希望扭转目前 IPO 冗长的信息披露主要用于解释瑕疵问题、而对引导投资的作用较低的现状；减少专业词语的堆砌，要用浅白的语言降低投资者的理解难度；强化信息披露应该有边界，披露要看中重要性。

发行承销方面

发行承销方面，被提及频率较高的议题包括定价有效应、配售、新股申购佣金、投资价值报告与市场化定价五大主题。

定价有效性上，与会保荐机构建议最高价不要剔除，并对亏损企业如何估值提出疑问，且认为养老机构的配售比例过高。

配售方面，此前征求意见稿中允许券商跟投尤为引起讨论。

与会机构普遍认为，保荐机构一般都无法承受跟投风险，而且市场也不一定认可。希望保荐机构跟投可以具有灵活度，可降低比例。而且即便允许券商跟投，也应该放开保荐+直投。

“对于券商来说，风险收益不对等。如果券商持股，锁定期太长，不确定性太大，风险大。”一家大型券商投行人士向记者表示。

新股申购佣金方面，与会机构认为收取普遍困难，建议可以自由选择，或者由交易所制定佣金比例；在投资价值上，希望安排可以更加市场化。

与会机构表示，监管手段不宜过多叠加，博弈应交由市场，希望能够完全市场化定价。

股票上市规则方面

股票上市规则方面，被提及频率较高的议题包括股票减持制度、持续督导、上市标准及分拆上市。

科创板征求意见稿出台后，不少投行人士认为，科创板的推出大大增加了投行压力。

座谈会上，与会保荐普遍认为，持续督导对保荐机构要求过高。

此外，市场普遍认为减持制度较严，充分披露下应给予股东便利。

目前，科创板有五套上市标准，有保荐机构认为，各套上市标准间有套利空间，整个上市过程估值会有较大变化，且预计市值又该如何确定。关于分拆上市方面，希望后续出台具体要求。

交易特别规定

交易特别规定方面，被提及频率较高的议题包括投资者适当性、上市初期价格波动。

科创板规定了 50 万的投资者门槛，这一规定也在市场上引起广泛讨论。

座谈会上，与会机构对此发表看法，部分与会代表建议不要设置 50 万、经验 2 年的硬性指标，应灵活处理，如放开具备专业知识人群的门槛。

不过，也有代表认为，目前的门槛设定较为合理，虽然大部分散户无法参与，但与科创板风险性较强的特质相适应。

上市初期价格波动方面，与会代表认为前五日无涨跌幅限制值得商榷，并建议 T+0，放开涨跌幅限制。

其他方面

科创板的审核理念以信息充分披露为主，信息涉及面可以预见将广于目前的主板、创业板，按监管机构的理念中介机构应该各司其职、归位尽责，希望在科创板的审核实务中，明确中介机构责任的

（5）新三板企业冷对回购新规 观望股权激励配套出台

A 股市场，众多企业在回购新规发布后积极响应踊跃发布回购方案。然而全国股转系统《回购办法》公布后，新三板市场挂牌企业观望情绪仍浓，截至 2 月 13 日仅有海能仪器(430476)、基康仪器(830879)、老来寿(430492)、美兰股份(430236)4 家企业在新规公布后发布回购预案。

新三板挂牌企业对于回购制度的推出都较为认可，但目前限制挂牌企业进行股份回购的客观因素仍有很多。

联讯证券新三板研究人士认为资金问题是影响企业做出股份回购决策的重要因素，他表示：“更多的还是在于资金问题，中小企业扩大生产对现金流需求较大，而回购会直接消耗公司的现金流，因此很多公司都十分谨慎。”

也有三板企业负责人认为：“一方面部分公司还在观察已发布预案企业的市场反应，另一方面短期内经济困境难以扭转，企业要留资金‘过冬’，当然还有不少企业不知如何制定回购方案，需要不断学习和摸索，同时等待股转公司的培训。”

与此同时，部分公司持有观望态度也是出于对新三板市场长期行情的不看好。

另外，部分企业尚未发布回购方案是在等待另一项重要的配套政策，即新三板企业股权激励的相关规则。

目前新三板股权激励制度有缺失，没有股权激励特殊增发通道、无激励权益登记机制，同时新三板对合格投资者的高门槛要求，又为员工购买二级市场上的老股构成了不小障碍。回购新规一定程度上解决了一些问题，更多的细则需要股权激励的新规来明确。因此，很多企业也在等待股权激励相关政策发布，之后再进行股份回购事宜。

据悉，目前全国股转系统正在研究制订股权激励相关政策，预计最快或在 2019 年上半年公布。

2019
诸事顺利